

## Decisiones de financiamiento e inversión en empresas argentinas del sector alimenticio: período 2013-2017

Pérez, Jorge Orlando

Conrero, Cristina

Vinanti, Mauricio

Luján, Luciano

Caporalini, Nicolás

**Abstract:** El objetivo de este artículo consiste en estudiar desde la óptica de la información proporcionada por los estados financieros, en un período de tiempo sujeto a condiciones económicas particulares, el comportamiento de las empresas del sector alimenticio respecto a las decisiones de inversión y financiamiento durante el período 2013-2017.

### I. Introducción

El objetivo de este artículo consiste en estudiar desde la óptica de la información proporcionada por los estados financieros, en un período de tiempo sujeto a condiciones económicas particulares, el comportamiento de las empresas del sector alimenticio respecto a las decisiones de inversión y financiamiento durante el período 2013-2017.

A través de la información que surge de los estados financieros de las entidades cotizantes en la Comisión Nacional de Valores se intentan buscar explicaciones, relacionando la situación del contexto político y económico, respecto a dónde se aplican las inversiones y el modo en que estas se financian.

### II. Variables que afectan la inversión

El incentivo por invertir se produce cuando el valor descontado de los flujos de fondos futuros es positivo. La inversión en las empresas se manifiesta en los estados financieros mediante el incremento del activo. Esta se puede clasificar en dos tipos: de corto plazo, en capital de trabajo (activo corriente) y de largo plazo, en activo fijo (no corriente).

No obstante, lo anterior, debe tenerse en cuenta que no todo lo que los hombres de empresa consideran inversión se ve plasmado en el activo. Así, surgen cuestiones como la investigación y desarrollo que es considerado un gasto en los informes financieros, confeccionados bajo normas contables legales, por falta de seguridad en la generación de beneficios futuros, ocurriendo situaciones similares con el capital intelectual y aquellas erogaciones que se realizan para fidelizar clientes. No siendo estas cuestiones objeto del presente trabajo.

Los aumentos de activo se distinguen en aquellos que son para sostenimiento respecto a los que buscan incrementar el nivel de actividad. La inversión en activos de corto plazo está relacionada con el hecho de contar con los recursos necesarios para hacer frente a las operaciones. El aumento de estos habitualmente se debe a los requerimientos que genera un nivel de actividad mayor o cambios en las condiciones que modifiquen el ciclo de efectivo. En cambio, las referidas al activo fijo tienen que ver con la reposición de la propiedad, planta y equipo o para el aumento de la capacidad operativa.

En cuanto a los incentivos para invertir, contrariamente a lo que puede considerarse en muchos casos, la evidencia argentina arroja, según Fanelli, Bebczuck y Pradelli (2003), que las ventas no son estadísticamente significativas para explicar las decisiones de inversión. Lo cual supone, que existen otras cuestiones más relevantes.

Por otra parte, para situaciones como las del contexto económico inestable de la Argentina para el período considerado en este trabajo, resulta aplicable lo señalado por Panigo y Olivieri (2007, p. 10).

"... [E]s importante mencionar que, en contextos estocásticos, con agentes adversos al riesgo, un determinante crucial del proceso de inversión corporativa es la incertidumbre, comúnmente asociada a la volatilidad macroeconómica".

Estos últimos autores señalan el modo en que la volatilidad macroeconómica incide sobre las decisiones de inversión, mencionando un canal directo, a través del cual dicha volatilidad reduce la tasa de retorno ajustada por riesgo y, por lo tanto, la demanda de bienes de capital y el canal indirecto, en el cual las posibilidades de financiamiento se ven restringidas por la situación económica.

Por otra parte, la historia económica argentina se caracteriza por crisis recurrentes, lo que genera una visión cortoplacista en quienes toman decisiones. De Pablo (2010, p. 18) sostiene que las fuertes oscilaciones de corto plazo del PBI condicionan la forma en que se encarán las actividades económicas en este país.

### III. Variables que afectan el financiamiento

El financiamiento es el aporte de recursos, propios o de terceros, para emprender una inversión. Según sea el tipo y tamaño del incremento de activo, se debe escoger la mejor forma de financiación, respecto a los flujos de fondos y al costo del capital.

En cuanto al capital propio, deben considerarse no solo los aportes, sino aquello que se constituye también en una fuente fundamental como son los resultados no distribuidos. En cuanto a los recursos de terceros, una clasificación importante, por las distintas connotaciones que tienen, es entre pasivos operativos y financieros.

Debe tenerse presente que no existe una sola distribución de capital aplicable para todas las empresas. Al respecto, señalan Brealey, Myers y Allen (2006, p. 394) al referirse a la estructura de capital, a través de una buena analogía:

"Encontrar el ratio de endeudamiento óptimo, es como encontrar el límite de velocidad óptimo, se puede estar de acuerdo en que los accidentes a 30 millas por hora son normalmente menos peligrosos que los accidentes a 60 millas por hora, pero eso no significa que debemos fijar el límite en 30 millas por hora en todas las carreteras. La velocidad tiene sus beneficios, igual que el riesgo y también los tiene el endeudamiento...".

Si bien, los aspectos fundamentales que tienen que ver con la maximización del valor de la firma se refieren a decisiones de inversión y de financiación, generalmente se considera a las primeras como las más importantes, ya que un error en la toma de decisiones sobre el primer aspecto puede llevar a resultados negativos irreversibles, mientras que la búsqueda de fondos podría ser una cuestión menos complicada. Sin embargo, señala Pascale (2009) que la realidad no siempre opera de dicha manera, sobre todo en las empresas radicadas en mercados emergentes, ya que muchas veces proyectos que parecían exitosos, por cambios en los costos financieros los tornaron inviables.

La empresa debe acertar en la mezcla de financiamiento, alcanzándose esta según López-Dumrauf (2003, p. 445) cuando el costo del capital se hace mínimo y el valor de la empresa máximo.

No obstante, hay que tener en cuenta que, en situaciones de volatilidad, tanto los costos financieros como la rentabilidad de la inversión van cambiando constantemente, lo cual dificulta de manera significativa decidir al respecto.

### IV. Contexto del período 2013-2017

En el período 2013-2017 la economía argentina se caracterizó por un estancamiento de su actividad económica. Como se puede observar en el cuadro siguiente, pequeños aumentos del PBI son ajustados hacia abajo en el período siguiente, fruto de los desajustes macroeconómicos que ha venido acumulando el país.

Año	Variación PBI
2013	+2,4%
2014	-2,5%
2015	+2,7%
2016	-1,8%
2017	+2,9%

Fuente: Indec

Ese escenario generó una caída del PBI per cápita y falta de incentivos económicos para la inversión, sobre todo para las industrias del sector alimenticio, teniendo en cuenta, además, que los niveles de pobreza se mantuvieron siempre alrededor del 30%. Estos últimos fueron cambiando generalmente de acuerdo con los saltos que se producían en la inflación. Debido a la falta de credibilidad de las estadísticas oficiales en este aspecto, se recurrió para este análisis al llamado "índice Congreso", obtenido a través de la difusión de un promedio de un índice de precios al consumidor estimado por distintas consultoras y difundido por diputados de la oposición. La variación de este se puede observar en el cuadro siguiente:

Año	Inflación
2013	+27,9
2014	+38,5
2015	+27,8
2016	+40,7
2017	+24,7

Fuente: índice Congreso

A finales del año 2015 se produjo un cambio de gobierno en la Argentina, el cual optó por una política gradualista para reducir los desequilibrios macroeconómicos, salvo en la restauración del mercado de cambios libre y en el ajuste de las tarifas de los servicios públicos que estaban muy retrasadas, lo cual provocó un importante aumento de la divisa y un fuerte incremento de los precios internos. Se trató de provocar un cambio de expectativas en los sectores empresarios para favorecer la inversión, pero solo en algunos se produjeron los efectos buscados. Las mejoras impactaron en el agro y en algunas actividades vinculadas con el mencionado sector.

### V. Metodología aplicada

Para nuestro objeto de estudio, se analizaron empresas del sector alimenticio que coticen en la Comisión Nacional de Valores, durante los años 2013 a 2017. Para la comparación, se consideró el año en que se produjo el cierre de ejercicio, independientemente del mes de finalización.

Las empresas analizadas fueron las siguientes: Molinos Río de la Plata, Molinos Juan Semino, Ledesma, Mastellone, Morixe, Arcor, Bodegas Esmeralda, Quickfood, Molinos Cañuelas, San Miguel.

En los períodos bajo estudio, los estados financieros no estaban reexpresados para contemplar los efectos de la inflación. Por lo tanto, se elaboraron ratios que no presentarán una distorsión importante en el análisis y que pudieran ser comparativos con períodos anteriores.

Una vez tabulados los datos para cada empresa en los 5 períodos seleccionados, se procedió a tomar la media aritmética y la desviación estándar de las distintas relaciones que se previeron, procediendo a interpretar la información de acuerdo con los datos tabulados.

### VI. Análisis de la información

Cuadro I: Media aritmética de los indicadores utilizados

Ratio/año	2013	2014	2015	2016	2017
A: pasivo incremental	1,32	1,28	1,32	1,35	1,37
B: patrimonio incremental	0,91	1,31	0,85	1,00	0,81
C: activo corriente incremental	1,16	1,32	1,20	1,29	1,28
D: activo no corriente incremental	1,17	1,32	1,24	1,36	1,30
E: pasivo respecto a ventas	0,57	0,46	0,53	0,60	0,68
F: incremento de pasivo respecto al incremento del activo	0,23	0,76	11,33	0,60	0,98
G: incremento del patrimonio respecto al incremento del activo	0,76	0,24	-10,33	0,40	0,02
H: incremento activo corriente respecto al incremento del total activo	0,87	0,65	4,14	0,18	0,57
I: incremento activo no corriente respecto al incremento del total activo	0,13	0,35	-3,14	0,82	0,43
J: incremento de ventas	1,12	1,54	1,21	1,25	1,14

K: distribución de resultados	-0,06	0,16	0,63	0,05	0,27
L: participación de la deuda financiera	0,51	0,48	0,48	0,45	0,47
M: intereses pagados respecto al flujo operativo	0,49	0,73	-1,34	-0,25	-0,40
N: EBITDA respecto a las ventas	0,07	0,10	0,09	0,03	0,00

A: pasivo del período/pasivo período anterior.

B: patrimonio del período/patrimonio período anterior.

C: activo corriente del período/activo corriente período anterior.

D: activo no corriente del período/activo no corriente período anterior.

E: pasivo del período/ventas del período.

F: (pasivo del período — pasivo período anterior)/(activo del período — activo período anterior).

G: (patrimonio del período — patrimonio período anterior)/(activo del período — activo período anterior).

H: (activo corriente del período — activo corriente período anterior)/(activo del período — activo período anterior).

I: (activo no corriente del período — activo no corriente período anterior)/(activo del período — activo período anterior).

J: ventas del período/ventas período anterior.

K: distribución de resultados del período/ganancia del período.

L: deuda financiera del período/pasivo total del período.

M: Intereses pagados/Flujo de efectivo operativo del período.

N: EBITDA del período/ventas del período.

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros

Cuadro II: Desviación estándar de los indicadores utilizados

Ratio/año	2013	2014	2015	2016	2017
A: pasivo incremental	0,32	0,25	0,29	0,31	0,24
B: patrimonio incremental	0,56	0,58	0,84	0,94	1,17
C: activo corriente incremental	0,35	0,41	0,45	0,32	0,29
D: activo no corriente incremental	0,38	0,34	0,19	0,38	0,29
E: pasivo respecto a ventas	0,23	0,21	0,28	0,31	0,35
F: incremento de pasivo respecto al incremento del activo	2,57	2,34	27,90	2,29	2,40
G: incremento del patrimonio respecto al incremento del activo	2,57	2,34	27,90	2,29	2,40
H: incremento activo corriente respecto al incremento del total activo	0,70	0,66	8,41	1,27	1,04
I: incremento activo no corriente respecto al incremento del total activo	0,70	0,66	8,41	1,27	1,04
J: incremento de ventas	0,25	0,47	0,26	0,37	0,43
K: distribución de resultados	0,85	0,23	0,74	0,68	1,00

L: participación de la deuda financiera	0,96	0,93	0,93	0,93	0,92
M: intereses pagados respecto al flujo operativo	0,67	0,88	2,58	4,69	2,40
N: EBITDA respecto a las ventas	0,12	0,13	0,13	0,16	0,16

A a N: ídem referencias del cuadro I

Fuente: elaboración propia en base a los estados financieros

En función a los datos obrantes, se puede interpretar lo siguiente:

Se observa una utilización moderada del pasivo, ya que el incremento anual promedio de todas las empresas estuvo cercano a la tasa de inflación en los distintos períodos.

Solamente en el periodo 2014 los recursos propios aumentan, fundamentalmente porque es el de mejores ganancias y más baja distribución de resultados. En los años restantes se produce una caída promedio del patrimonio neto.

Los aumentos de capital de trabajo se mantuvieron en valores alrededor del incremento en las ventas, por lo que podría decirse (debido a la inflación) que no hubo una variación positiva en términos reales.

La inversión en activos fijos no es significativa en ninguno de los años analizados.

El peso de la deuda (medido respecto a ventas) es el mayor en el año 2017 (68% sobre las operaciones), como producto de la caída en términos reales de las ventas.

En el 2013 el incremento del activo aparece financiado con recursos propios en un 76%, no obstante, este porcentaje está sesgado por el efecto de las revaluaciones contables. A partir de entonces la inversión (que como vimos se mantuvo en niveles bajos) fue financiada cada vez en mayor proporción por deudas, llegando en el 2017 al financiamiento del 98% con pasivo, lo cual podría ser atribuido a un EBITDA promedio nulo en este año.

El único período en que las ventas tuvieron un comportamiento por encima de la tasa de inflación (medido por el "índice congreso") fue en el 2014, en los restantes años siempre estuvieron por debajo, sin que se hubiera comprobado una desviación importante en las distintas empresas.

En el 2015 se observa un porcentaje significativo de distribución de resultados, lo cual redujo el financiamiento propio.

La deuda financiera se mantuvo en valores cercanos al 50% del pasivo total en todos los períodos.

Respecto a las cuestiones que hacen al autofinanciamiento, es preocupante que se comience en el 2013 con una participación de los intereses respecto al flujo de efectivo operativo (que por entonces este era positivo) de un 49%, ascendiendo en 2014 a 73%, mientras que a partir de 2015 en adelante la media estuvo en flujos operativos negativos. Es decir, que el pago de intereses se hacía tomando nueva deuda.

El EBITDA respecto a las ventas fue del 7%, 10% y 9% respectivamente en los 3 primeros años, mientras que en el 2016 cae a 3% y en el 2017 es nulo. Observándose en este aspecto, una elevada dispersión en los 2 últimos períodos entre empresas respecto a la media.

## VII. Conclusiones

En un contexto caracterizado por alta inflación, estancamiento en el nivel de actividad, elevados niveles de pobreza y falta de políticas adecuadas que garantizaran una salida de la crisis, no se generaron incentivos para invertir en las empresas del sector alimenticio.

Debe notarse, que las ventas y el EBITDA descienden en los últimos períodos, lo cual dificultó el autofinanciamiento. Ya sea por esta razón o por la falta de aportes, los recursos propios no se vieron incrementados en forma significativa. Por otra parte, se vio limitada la capacidad de endeudamiento, porque en los 3 últimos años el flujo de efectivo operativo no pudo absorber el costo de los intereses del financiamiento.

Generalmente suele atribuirse la falta de inversión, a la inexistencia de expectativas favorables o la falta de financiamiento adecuado. En el período analizado, ambos factores parecen haber tenido incidencia negativa.

En síntesis, el contexto fue desfavorable para la inversión en el sector alimenticio, que no logró revertir el cambio de gobierno, sino que por el contrario lo profundizó. En ningún caso pudo verificarse que la

percepción de las expectativas en los distintos momentos hubiera sido favorable, porque de ser así, se habría producido una anticipación de la inversión en vistas de un escenario futuro mejor. Ni siquiera en la inversión de corto plazo, en capital de trabajo, se pudo verificar un crecimiento de esta.

### **VIII. Referencias bibliográficas**

BREALEY, Richard A. - MYERS, Stewart C. - ALLEN, Franklin, "Principios de Finanzas Corporativas", Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2006.

DE PABLO, Juan C., "200 Años de Economía Argentina", Ediciones B, Buenos Aires, 2010.

FANELLI, Juan M. - BEBCZUCK, Ricardo N. - PRADELLI, J., "Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina", SSRN Electronic Journal, junio 2003.

LÓPEZ-DUMRAUF, G., "Finanzas Corporativas", Grupo Guía, Buenos Aires, 2003.

PANIGO, D. - OLIVIERI, M. L., "Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en Bolsa. Evidencia empírica para Argentina 1994-2004", Documento de Trabajo, 19, Centro para la Estabilidad Financiera, Buenos Aires, junio 2007.

PASCALE, R., "Decisiones Financieras", Ed. Pearson, Buenos Aires, 2009.

© Thomson Reuters